

## 第 27 回運用委員会議事要旨

1. 日 時：平成 21 年 5 月 18 日（月）14:00～16:00
2. 場 所：年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 参加者：・米澤委員長 ・宇野委員長代理 ・臼杵委員 ・鹿毛委員  
・草野委員 ・小峰委員 ・佐藤委員 ・富田委員 ・能見委員  
・引馬委員 ・本多委員
4. 議事録（○は委員、●は事務局（オブザーバーを含む））

- 議事に入る前に、20 年度中のニューマネーの配分と年度末の資産構成割合の着地について、いずれ業務概況書で公表することになっており現在整理中であるが、大まかな状況を口頭で報告させていただく。

この 3 月で財政融資資金の預託金からニューマネーという形で当法人へシフトしていた資金がなくなり、年金積立金のほぼ全額が当法人の寄託金になった。20 年度中のニューマネーの配分については、これを通じて年度末へ向けて基本ポートフォリオの実現を目指すことにしていた。上期は国内債券に約 8 割を配分したが、下期は内外株価が大きく下落し、かつ、円高もあって内外株式がアンダーウェイトとなったので、そこに重点的に配分した。基本ポートフォリオに基づく運用というのは、価格が下がって比率の下がった資産を買うということだが、実際に価格が下がっている資産を買い続けるのは非常に大きなストレスで、民間でもリバランスを見合わせる動きがあると報じられた。私共も株式のリスクの上昇を踏まえて、運用方針をどうすべきか考えたが、幸いいずれの資産も乖離許容幅内にあり、いわゆるリバランスの必要も生じていなかったこと等も考慮し、基本ポートフォリオの思想・ルールに忠実に対応することとした。

3 月の着地を見ると、株価と為替の大きな変動があったが、乖離許容幅の内側で基本ポートフォリオから大きく崩れずに着地できたし、前週末の株価をみると昨年 10 月末以降に買った株は評価益が出ているという状況である。基本ポートフォリオに基づく運用の利点と、しかしそれを実際に実行していく上での難しさの両方を鮮やかに示してくれた半年であった。

### 議事（1）次期基本ポートフォリオについて

《以下、事務局より説明、質疑等》

- 次期基本ポートフォリオについては、前回、厚生労働省の 21 年財政検証における経済前提の数字をどう捉え、どのようにポートフォリオを作っていくのかいろいろ

ろご議論があり、この点は引き続き検討することとして、その間これと並行して、個別の投資対象資産について整理・検討を進めることとなった。検討の仕方だが、現状の運用の課題は何か、改善策として何が考えられるか、それがポートフォリオにどのような影響を与えるのかといった手順で考えている。今回は、「伝統的資産」についてご議論いただきたい。

「国内債券」についての課題の一点目は、NOMURA-BPIのインデックスの時価構成の変化をファンドに反映させるための調整取引の規模が大きく、コストがかかるという点。二点目は、ファンドのリスク・リターン特性、特に残存期間が、発行市場や金利動向により変化するので、買い手というよりは発行主体の発行状況にある意味依存してしまうという問題がある。年金運用の観点からすると、残存期間が変化することは、リスク・リターンの性質がその状況によって変化していくこととなり、なるべくそれは安定的なほうがよいのではないかとこの点である。

解決策として一つ考えられるのは、国債によるラダー運用である。年限構成が平準化されることから時価構成の変化に合わせる必要はなく、また、満期まで保有することで売却を伴うリバランスが発生しないことから、調整のための取引が劇的に減ることとなる。もう一つのメリットとして、構成に変化がないことから、デュレーションが安定するので、さまざまな金利局面でも安定した運用が可能となる。

ただし、ラダー運用については、市場規模から見て、私どもの運用を全面的に切り替えられるかという現実的ではなく、現状の運用の補完として部分的に導入して、これらの課題等を緩和していく形となろう。

「国内株式」についての課題の一点目は、パッシブの対象を東証一部以外の上場市場にまで広げるかどうかであるが、これらの市場の時価総額は全体の6%程度であり、流動性も低く、TOPIXとの相関が強く、ハイリスク・ハイリターンとなる。また、そこまで広げた運用商品があまりない。このような理由からパッシブとしての投資対象拡大は難しいのではないかと考えている。二点目は、将来的には株式売却によるリバランスやキャッシュアウトの局面も考えられるが、TOPIXの中には流動性の乏しい銘柄もある。逆に、より流動性の高い銘柄に絞ったラッセル・プライムやTOPIX1000といったものをTOPIXに加えて新たに採用していくことも検討に値するのではないかとこのことである。ただし、年1回の銘柄の定期入れ替え前後で大きく価格が動くこと、又、これに伴うコスト等をより精査する必要がある。

「外貨建て資産」については、一つ課題として挙げられるのが、いわゆるエマージング市場への投資をどう考えるのかといった点であろう。

エマージングについては慎重に見るべきではないかという意見がある一方で、世界経済におけるプレゼンスが高まり、成長率を見ても最近の世界経済を牽引していると言えて、今後の成長ポテンシャルという点を踏まえると、投資の意義が高まっているという見方もある。

世界の株式総額に占めるエマージングの割合は、現在では、ほぼ日本と匹敵する概ね10%程度といった状況であり、海外年金基金においても組み入れているところが見られる。

- 本件は、次期ポートフォリオを検討するに当たって、このことを含めて検討しておかないとポートフォリオの論議が進んでいかないのか、それともこれは運用にかかわる問題としてポートフォリオの策定とは別に考えていったほうがいいのか、位置付けがよくわからないというのが一つ。

二つ目は、こういう方向でいこうという提案に近い形なのか。それとも平場でざくばらんに議論したほうがいいのかという程度の扱いのものなのかというところを整理していただきたい。

- 基本ポートフォリオの具体的な構築方法に直接影響するものではないにしても、例えばエマージングが、投資対象として想定し得るものなのかを現段階である程度イメージを持っておくべきと考えて議論のテーマとして提示した。ただ、私共の規模のファンドでは何%というオーダーで投資することは現実的ではなく、したがって次期ポートフォリオに明示的に組入れるということにはならないだろう。
- 基本ポートフォリオをつくっていく際にいろいろまだ決めなくてはいけないし、当局の考え方もまだ十分に出てきてないような段階なので、個別の資産の検討も同時並行的にやっさいこうということであろう。
- 国内債券の問題の核心は一体何なのかが今一つよくわからないので教えてもらいたい。現状は調整取引が結構な規模にのぼっていて、これに伴うコストをなるべく減らすためには、少し見直しが必要であると。何が障害かという、B P I がベンチマークになっていることであり、B P I に代わるベンチマークをどうするのかということが問題である、ということなのか。
- 株式のT O P I Xであっても同様に頻繁に入れ替えなくてはいけないが、それはリスク分散などの意味で価値があるので、それに追随しようとなる。それと同じように、B P I には追随する価値があるのかということ、株式と違ってリスク分散はそんなに余地はないし、むしろ残存期間のところで、負債にマッチングさせておいたほうがいいのかということもある。そうした問題認識から、そんなに大事に追いかけるべきものではないということが最初であり、ならばもっと取引コストが節約できるものもあるのではということ、ラダーみたいなものが考えられるということだろう。その場合、その良さに関してはほとんど同じか、もしかしたらまさる点もあるのかもしれないという議論かと思う。

加えて、発行当局の都合により足下までデュレーションがどんどん長くなっているが、こちらにとってそれが本当に必要なのかどうかという点もある。

- この伝統的資産の検討の中で違った議論がなされているように思う。一つは、国内債券以外については投資対象を拡大すべきかどうかの議論であるが、国内債券については、ライアビリティサイドに合せた将来のキャッシュフロー対応とか、将

来の年金の物価上昇への対応とか、そういうものに合わせるために投資対象範囲をどういうふうに拡大するのかという議論の決着が全然ないまま、極めてテクニカルな議論がなされており、腑に落ちない。

それから、国内債券のベンチマークについては、例えばデュレーションは大体7年くらいで構成しようとか、それはそのときの状況によって決めたらよいのではないか。何もBPIに従って、必ず1年以内になったら売る必要はないのではないか。これだけ膨大な国内債券なので、中での分散投資なり、投資対象というのをまず検討していただきたい。物価連動やインフレ連動がいいのかどうかなどの検討をしていただくべきである。

ラダー運用も、別にそれ自体は悪いことでも何でもなくて、安定運用の一つの手法だとは思いますが、議論が違うのではないか。

- 物価連動債などは、今後の検討事項として受けとめている。いわゆるインフレ対応をどうするかというところで議論するということをご理解いただきたい。

あと、議論の立て方が違うということは、ある意味ご指摘のとおりであるが、債券における投資対象拡大というのがまずあるのかどうか、その課題はないであろうということがまず一つ、もう一つは、現行の中期目標・中期計画の中で、国内債券についても株式と同様ベンチマーク運用を行い、ベンチマークに勝つように努力することとなっていることから、BPIを選択している状況が過去あったことで、こういう議論になっている面もある。

- キャッシュイン・キャッシュアウトが交差したりすることも配慮して、例えば満期で落ちてくる額とキャッシュアウト額とをうまく合わせるとか、平均ラダーだけでなく、そういうでこぼこに合せてやれば、ロスが少ないとか、そういうことは可能ではないか。

- 国内債券については非常に量が多いためなかなか運用が難しい。BPIが合理的でないという部分もあるが、BPIが政策ベンチマークであったことを受けてそれをベンチマークにしながらやってきた歴史がある。

1年未満での売却をやめようではないかとしたときに、他の短期商品等もあってインデックスを作るのが難しく、それではインデックスがないということとなる。

我々の規模は非常に大きいので、時価の分布、アベイラビリティに合わせて、各年限で大きく偏らずに同じようなウェイトを占めるといったことに一定の合理性もあり、自分でベンチマークを決めるといってもなかなか難しいというのが実際のところだ。

ラダーは最後まで持ち切るという形で野村がインデックスをつくっており、評価基準はあるわけで、やりやすいという感じがある。

その場合に、ベンチマークについてどう考えるかということだが、ベンチマークには難しいところがあって、我々がこの部分はこれ、この部分はこれと複数のベンチマークを勝手に決められれば簡単なのであるが、今の中期目標の決め方などはそ

うもいかない部分もあって、各資産について一つとなっている。

現状ではBPI「除くABS」ファンドとBPI国債ファンドの両方をつくっているわけで、厳密に言えば国債ファンドとBPIとは食い違うのだが、非国債の流動性を考えれば国債にシフトしてゆく必要があり、リスク・リターン特性の違いも小さいことから、そこは我々が含んでいくことにしている。ラダーについても、大体のデュレーションをBPIに合せば、資産全体としてのベンチマークを変えなくても含んでいけるのではないかと考えている。

- ご苦勞は非常によくわかる。年金の性格からいって、そもそもBPIのデュレーションがいいのかどうかということについて疑問に思っている。例えば1年以下はキャッシュとみなして、それはベンチマークの追隨の計算に入れないというやり方だってあろう。だからオペレーションコストがかかると単純に言うのは、ちょっと腑に落ちない。いろいろやり方はあると思う。
- 今日は、具体的な金額で10年ラダーいくらとか20年ラダーいくらでいくとかということは議論いただく必要はないと思う。ラダーみたいなものも十分検討の対象になるのかどうか、そのときは、これだけ取引コストが下がるであろうということ、ラダーの具体的なイメージと、それによる取引コストの低減がメインになるということが議論の趣旨と理解している。それから、インフレはどこかで1回議論する必要があるものとする。
- 早い機会に検討する。
- 言われたことはわかるが、一番のメリットである売買コストがどれだけ下がるのかがわからない。例えば手数料が減るとか、手数料を利回りに換算すると0.1%になるとか、そういう話があるのであればわかるのだが。
- 計算はなかなか難しいところがある。もう一つのメリットとして、ラダーというのは、基本的にはインハウスでできることになるので、その部分のコスト減がある。
- 今の意見と全く同じで、ラダーにして、結局リスクとリターンが下手すると現状より悪くなることもある。何のメリットがあるかを明らかにしないと説明責任を果たしたことになるのではないかと。
- 国内債券運用というのはポートフォリオの3分の2を占めていて、これをどうするかで運用全体にもものすごい影響がある。債券をこれからどうするかというのが恐らくこの法人としても最大の課題であり、これだけの問題点があるということを共有した上で、それに対してどういう考え方があり得るかを整理し、その中で最終的にはラダーとなれば、そうかとなる。しかし、いわば最初の二つぐらいを飛ばして、とりあえずラダーはどうかと言われるので、わかりにくい議論になっているのではないかと。

債券だけに絞って、非常に大きな根本的問題とか、法人としての特別な問題、評価の問題とか、つまり運用の本質的問題と、重要だけれども非常に政策的な問題とか、いくつか問題を整理していただいて、その中で、この問題をどう解決するかと

いった議論を次回にでもしていただいてはどうか。

- エマージングというのは、全体から見れば非常にわずかな金額かもしれないが、そこに踏み込むかどうかというのは極めて大きな変化だと思う。何のためにという全体の目的のところをもう少しきちんと議論したほうがよいのではないか。
- 今までは外国株式や外国債券の運用の中からエマージングはむしろ積極的に排除していた。ただ、現実にはこれだけ、それこそG20になるとか、BRICsが出てきたとかで無視できなくなってきたことは多分皆様の共通の認識と思う。積極的にやるかどうかという議論の立て方もあるが、排除することが妥当かという議論もあるのだと思う。

もう一つは、エマージングにしても、東証一部以外の市場にしても、従来から非常にリスクが大きい。過去においても利益を上げてきたのはかなりのプロであって、しかもプロでもかなり損をしている。そういうものに関しては、独立行政法人のような機関において判断するのではなく、こういったかなり専門性の高い分野というものについての判断は専門家に任せるという考え方も一つの選択肢としてあるのではないか。

- エマージングは、株についてはそれなりの分散の一つとして意味があるが、債券は投資対象としてほとんどマーケットのないようなところもあり、リスクとリターンの関係が株に対してアップサイドが少なくて効率性も悪い。通貨のリスクをそこまで背負って小さな国の債券を含めて買う必要があるのかは疑問に思う。
- 債券のところをどう考えるかで大きく決まると思う。今、企業年金などで苦労しているのは、債券の期待収益率は1%台しか見積もっていない一方で予定利率といわれている期待収益率が2.5%~3%もある。債券だけでは到底達成できないので、株も入れる。ただし、株だけではリスクがあるから分散しようということになっている。

GPIFのいろんな方針の枠組みの考え方については、いろいろ論点があると思うが、債券のところをどう見るかで、仮に長期の前提での期待リターンを3.7%ぐらいで見るとしたら、極端な話、あまり複雑なことをやらなくても債券9割、株式1割ぐらいでという考え方もあり得る。

まず一番大きそうな債券のところを中心に枠組みが見えてこない、今の段階ではあまり議論ができないというのが正直なところ。

- それでは、今日出された意見も入れながら、それを多少整理してみてはどうか。

## 議事（2）委託調査研究について

《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—

特になし。

議事（３）その他

（議決権行使の取組みに関する運用受託機関の評価）

《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—

特になし。

（リスク管理状況等の報告（平成 21 年 2 月））

《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—

特になし。

（中期計画の変更認可申請について）

《事務局より説明。以下、質疑等》

—質疑等—

特になし。

以上